

## Długoterminowe zrównoważenie finansów publicznych w Polsce

**Tomasz Uryszek**

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

### Zjawisko długoterminowego zrównoważenia finansów publicznych

Problem długoterminowego zrównoważenia finansów publicznych nie dotyczy wyłącznie równowagi w rozumieniu salda (wyniku) tego sektora w określonym roku budżetowym. Nie chodzi w nim jedynie o klasycznie rozumianą równowagę budżetową, polegającą na zrównoważeniu wydatków publicznych odpowiednią kwotą dochodów. Pojęcie *zrównoważonych finansów publicznych* jest tu powiązane z anglojęzycznym zwrotem *sustainable public finance* [1] oraz *sustainable fiscal Policy* [2] i dotyczyć powinno dążenia do osiągnięcia trwałego i stabilnego systemu finansów publicznych.

Istnienie zrównoważonych finansów publicznych wyklucza sytuację, w której koszty związane z obsługą długu publicznego byłyby finansowane jedynie przez nowo zaciągany dług [3]. System finansów publicznych można uznawać za zrównoważony w długim okresie, jeśli wyeliminowano z niego ryzyko niewypłacalności [4]. Stabilność finansów publicznych opiera się więc na generowaniu pierwotnych nadwyżek budżetowych oraz na kontroli poziomu długu publicznego [5].

### Pomiar i ocena zrównoważenia finansów publicznych w Polsce

Metody oceny poziomu zrównoważenia finansów publicznych są szeroko opisy-

wane w literaturze. Można także zgodzić się ze stwierdzeniem, że kryteria fiskalne traktatu z Maastricht (dotyczące maksymalnych wartości deficytu i długu publicznego) nie są wystarczającym narzędziem do przeprowadzenia takiej oceny.

W najprostszym ujęciu, warunkiem dla zrównoważenia finansów publicznych w długim okresie jest wykluczenie finansowania zobowiązań wymagalnych wyłącznie poprzez zaciąganie nowego długu. Innymi słowy, władze publiczne nie mogą stosować schematu Ponziego [6]. W związku z powyższym suma, generowanych w przyszłości, zdyskontowanych sald pierwotnych całego sektora finansów publicznych powinna umożliwić pokrycie istniejącego już długu. Warunek ten można zapisać formalnie jako:

$$\sum_{t=1}^n \frac{SP_t}{(1+r_t)^t} - DL_0 = 0$$

$SP_t$  – saldo pierwotne budżetu JST w okresie  $t$ ,

$r_t$  – stopa dyskontowa w okresie  $t$ ,

$DL_0$  – dług JST w okresie 0 (w okresie początkowym).

Analizy powinny zostać wykonane na podstawie danych prognozowanych *ex ante*, co pociąga za sobą niedokładności w postaci błędów oszacowań. W praktyce można także zbadać stopień zrównoważenia finansów publicznych *ex post*, w oparciu o dane historyczne. Ponadto w celu sprawdzenia wpływu wahań cyklu koniunkturalnego na wyniki, należy przeprowadzić analizy dla danych rzeczywistych oraz dla wartości oczyszczonych z wahań koniunkturalnych.

Wydaje się, że istniejący już poziom długu w wielu gospodarkach (w tym

Tabela 1. Wartości sumy zdyskontowanych sald pierwotnych w Polsce

	Wyniki dla	
	$n = \text{ATM}$	$n = 15$
Dane rzeczywiste (w % PKB)	-10,7	-19,7
Dane oczyszczone z wahań koniunkturalnych (w % potencjalnego PKB)	-11,9	-16,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

w Polsce) nie mógłby zostać spłacony w ciągu kilku (lub nawet kilkunastu) lat z generowanych nadwyżek pierwotnych. Dlatego w pierwszym kroku należy sprawdzić, czy suma zdyskontowanych (za pomocą kosztu pozyskania kapitału) sald pierwotnych generowanych w okresie ostatnich lat jest dodatnia. Jeżeli tak, to można stwierdzić, że system dąży do zrównoważenia, eliminowane (lub przynajmniej zmniejszane) jest ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych. Oceny takiej można dokonać sprawdzając w praktyce prawdziwość następującej nierówności.

$$\sum_{t=1}^n \frac{SP_t}{(1+k_t)^t} \geq 0$$

$k_t$  – stopa dyskontowa w okresie  $t$ : udział kosztów obsługi długu w wartości długu z poprzedniego roku (zgodnie z metodyką ESA 2010), pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Obliczeń dokonano dla dwóch okresów: 15-letniego (dla lat 2000–2014;  $n=15$ ) oraz dla okresu równego przeciętnemu terminowi wymagalności zobowiązań publicznych (w Polsce wynosił on w badanym okresie 4 lata i 9 miesięcy;  $n=\text{ATM}=4,75$ ). Wyniki prezentuje tab. 1.

Otrzymane wyniki wyraźnie wskazują, że sumy zdyskontowanych sald pierwotnych, obliczonych zarówno dla danych rzeczywistych, jak i wartości oczyszczonych z wahań koniunkturalnych, są wysoce ujemne. W ostatnich kilkunastu latach nie powstała więc nadwyżka pierwotna, umożliwiająca spłatę choćby części zadłużenia. Co więcej, wraz z upływem czasu, nierównowaga ta się pogłębiła.

### Podsumowanie

Wyniki analizy wskazują, że sektor finansów publicznych w Polsce jest trwale nie zrównoważony. Generowane deficyty pierwotne nie tylko nie stanowią źródła oddłużania tego sektora, ale same stają się jednym z elementów zwiększających potrzeby pożyczkowe sektora publicznego w Polsce. Ma to swoje odzwierciedlenie w rosnących wartościach długu publicznego. Suma zdyskontowanych sald pierwotnych jest wyraźnie ujemna nawet w przypadku wykorzystania danych oczyszczonych z wahań koniunkturalnych. Można więc domniemywać, że trwale niezrównoważenie finansów publicznych w Polsce ma charakter strukturalny i dla poprawy sytuacji niezbędne są reformy sektora publicznego.

- [1] Por. np. G. Steger, *Redirecting public finance towards a sustainable path*, „OECD Journal on Budgeting” 2012, vol. 2012, issue 2, s. 61–67.
- [2] Zob. np. S. Ghatak, J. R. Sánchez-Fung, *Is Fiscal Policy Sustainable in Developing Economies*, „Review of Development Economics” 2007, vol. 11, issue 3, s. 518–530.
- [3] J. Fan, M. G. Arghyrou, *UK Fiscal Policy Sustainability, 1955–2006*, „The Manchester School”, vol. 81, issue 6, s. 961–991.
- [4] R. Neck, J.-E. Sturm, *Sustainability of Public Debt*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, s. 6.
- [5] A. V. Gevorkyan, *Fiscal Policy in Transition Economies: Opportunities for Sustainable Development*, „Proceedings of the Northeast Business & Economics Association” 2010, s. 169–174.
- [6] B. U. Wigger, *A note on public debt, tax-exempt bonds, and Ponzi games*, „Journal of Macroeconomics” 2009, vol. 31, issue 3, s. 492–499; V.-F. Martins-da-Rocha, Y. Vailakis, *On Ponzi schemes in infinite horizon collateralized economies with default penalties*, „Annals of Finance” 2012, vol. 8, issue 4, s. 455–488.

## Zmiany w świecie finansów (podatków)

**Radosław Witczak**

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Gorące lato powinno zniechęcać do zajmowania się czymkolwiek innym niż myślą o chłodnych napojach. Jednak gorąco dyskutowany w parlamencie sygnalizowany już wcześniej na tych łamach projekt zmiany ordynacji podatkowej dotyczący wprowadzenia zasady rozstrzygania wątpliwości na korzyść podatnika został w wakacyjnym okresie uchwalony. Wprowadzono nowy art. 2a w brzmieniu: „Niedające się usunąć wątpliwości co do treści przepisów prawa podatkowego rozstrzyga się na korzyść podatnika”. Jest o zmiana o charakterze fundamentalnym. Nie można jednak nie wspomnieć o licznych kontrowersjach związanych z taką nowelizacją. W efekcie nakazuje *a priori*, w określonej sytuacji, rozstrzygać konflikt, na „korzyść podatnika”. Konflikt pomiędzy podatnikiem i organem podatkowym zawsze pojawia się w sferze obowiązku podatkowego, bo taka jest jego natura. Pojawiają się wątpliwości, czy poprzez implementację bezwzględnej zasady rozstrzygania wątpliwości co do treści przepisów prawa podatkowego zawsze na „korzyść podatnika”, nie naruszono pol-

skiej konstytucji [1]. Niektóre elementy sformułowania zasady spotkały się z krytyką ze strony naukowców. Największe autorytety, jeśli chodzi o ogólne prawo podatkowe, m.in. prof. Dzwonkowski, prof. Dembowska-Romanowska, prof. Etel, prof. Gomułowicz wskazywały, że propozycja obarczona była pewnymi wadami i należało nad nią popracować [2]. Nie można nie zauważyć, że parlament jest przede wszystkim odpowiedzialny za jakość tworzonych przepisów. Zarazem organy podatkowe co do zasady nie mają bowiem wątpliwości, jaka jest treść przepisów prawa podatkowego. Stąd pojawiają się opinie, że cały ciężar stosowania nowej zasady spadnie na sądy administracyjne. One będą rozstrzygać czy występują wątpliwości, a następnie interpretować je na korzyść podatnika [3]. Kontrowersje będą się pojawiać, jeśli ktoś subiektywnie stwierdzi, że dany przepis należy rozumieć tak a nie inaczej niż organ i tym samym powinien być przepis korzystnie interpretowany. Doradcy podatkowi wnioskują, że w przypadku braku jednoznacznej regulacji prawnej, powinno przeważać subiektywne kryterium korzyści podatnika w jego indywidualnej sprawie. Czyli korzyść ma być identyfikowana według oczekiwań podatnika [4]. Czy aby zatem jest to zmiana korzystna?

[1] Por. A. Gomułowicz, *Wykładnia zawsze się uda*, „Rzeczpospolita”, 05.08.2015, wyd. el.

[2] Por. A. Tarka, *Wątpliwości na korzyść podatnika*, „Rzeczpospolita”, 22.06.2015, wyd. el.

[3] Por. A. Tarka, *W sądzie chodzi o sprawiedliwość, a nie korzyść podatnika*, wywiad z M. Wolf-Kalamala, „Rzeczpospolita”, 10.08.2015, wyd. el.

[4] Por. A. Tałasiewicz, M. Potyrała, *Przedwyborcza walka o interes podatnika*, „Rzeczpospolita”, 02.04.2015, wyd. el.

## Sytuacja gospodarcza w Polsce po trzecim kwartale 2015 r.

### Artur Gądek

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania  
Gospodarczego 4Future, Uniwersytet Łódzki, Wydział  
Ekonomiczno-Socjologiczny

### Wzrost gospodarczy

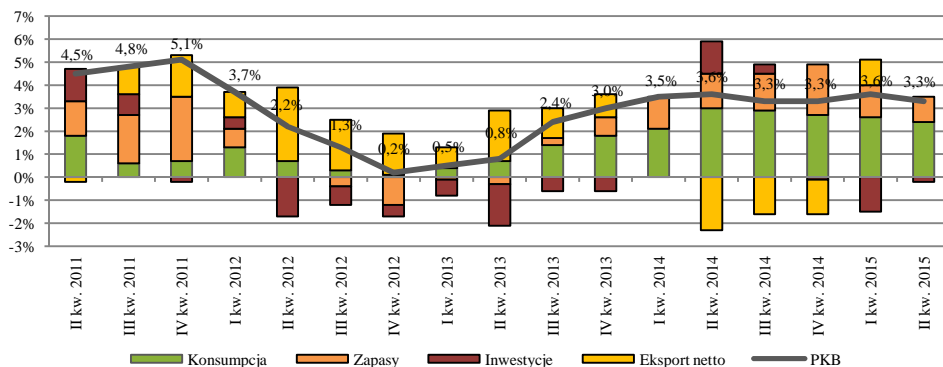
Wstępne szacunki realnego PKB podane przez Główny Urząd Statystyczny okazały się być niższe o 0,3 p.p. od oczekiwań analityków. W poprzednim kwartale odczyt produktu krajowego wywołał falę optymizmu wśród prognostów. Skutkowało to m.in. zwiększeniem oczekiwań odnośnie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach 2015 r. Spodziewano się, że produkt krajowy wzrośnie o przynajmniej 3,6%. Szacunkowy wzrost PKB za II kwartał 2015 roku wyniósł jednak 3,3%. Jest to wynik, który negatywnie zaskoczył wielu analityków, jednak można go potraktować jako kontynuację stabilnego wzrostu w okolicach 3–4%, który trwa już nieprzerwanie od IV kwartału 2013 r.

Po raz kolejny, wzrost produktu krajowego został wsparty głównie przez popyt

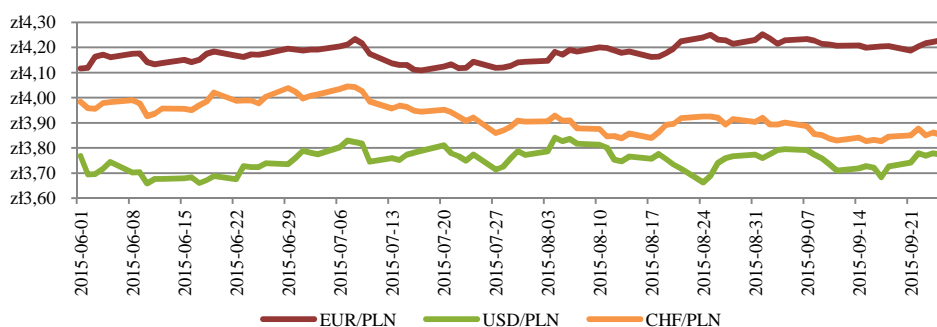
konsumpcyjny oraz akumulację środków trwałych. Niższy wzrost gospodarczy (rdr) o 0,3 p.p., w II kwartale w odniesieniu do I kwartału 2015 r., był spowodowany przede wszystkim spadkiem dynamiki wewnętrznego popytu konsumpcyjnego oraz spowolnieniem wzrostu zapasów. Z kolei eksport netto oraz inwestycje przedsiębiorstw w bieżącym kwartale miały praktycznie nieznaczny wpływ na dynamikę PKB.

Indeks aktywności gospodarczej (PMI) w dalszym ciągu utrzymuje się powyżej 50 pkt. We wrześniu wartość PMI wyniosła 51,1 pkt. Ostatni odczyt jest wyraźnie niższy od poprzednich wartości (54,5 pkt w sierpniu i 54,3 pkt w czerwcu). Jest to najniższa wartość tego wskaźnika od początku 2015 roku. Jeżeli przyszłe wartości PMI spadną poniżej 50 pkt może to oznaczać początek trendu spadkowego tego wskaźnika, co w dalszym okresie mogłoby zwiastować spadek dynamiki PKB w 2016 roku.

W ostatnich miesiącach wskaźnik koniunktury w przemyśle wskazuje na bardzo dobre nastroje producentów. Od



Wykres 1. Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB; szereg niewyrównany sezonowo  
Źródło: opracowanie własne, dane GUS.



Wykres 2. Kursy najważniejszych walut

Źródło: opracowanie własne, dane www.Stooq.pl.

marca 2015 roku fluktuuje on w okolicach 7 punktów, a w sierpniu osiągnął wartość 7,1 pkt. Dynamika produkcji przemysłowej również wskazuje na kontynuację ścieżki stabilnego wzrostu gospodarki w 2015 roku. Wzrost produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach wyniósł 7,4%, 3,8%, 5,3% (kolejno w czerwcu, lipcu i sierpniu br.). Oznaczać to może, że do końca 2015 roku możemy spodziewać się relatywnie stabilnej dynamiki produktu krajowego, w dalszym ciągu w okolicach 3–4%. W 2016 roku tendencja ta może ulec zmianie albo osłabieniu, jednak obecnie brakuje ku temu wyraźnych przesłanek.

## Rynki finansowe

Po ważnych wydarzeniach z początku 2015 roku (uwolnienie kursu franka oraz silna aprecjacja kursu dolara) sytuacja na rynkach finansowych uległa relatywnej stabilizacji. W ostatnim kwartale mogliśmy zaobserwować nieznaczny trend wzrostowy w relacji EUR/PLN, spadkowy w relacji CHF/PLN oraz fluktuację kursu USD/PLN.

Po uwolnieniu kursu franka szwajcarskiego i jego nagłej aprecjacji, przez ostatnie 9 miesięcy kurs CHF/PLN stabilizuje się i fluktuuje na poziomie około

3,9 PLN za 1 CHF. W 2015 roku ten kurs walutowy jest jednym z najczęściej analizowanych. Wynika to z faktu stale aktualnego tematu ilości zagrożonych kredytów we frankach. Obecna sytuacja związana z kursem CHF i ewentualną pomocą kredytobiorcom przełożyła się m.in. na indeks WIG20, (w skład którego zalicza się aż 8 spółek finansowych i ubezpieczeniowych), który od początku maja spadł o 19%, natomiast indeks WIG w tym samym okresie spadł jedynie o 13%.

W ostatnich miesiącach zdecydowanie mniej przewidywalne były kursy walutowe EUR/PLN oraz USD/PLN. Kurs EUR/PLN od kwietnia br. kontynuuje trend wzrostowy i w ostatnim kwartale za 1 EUR płacono przeciętnie 4,18 PLN. Natomiast notowania dolara, od maja 2015 r. podlegają silnym fluktuacjom. W III kwartale jego cena wahała się w granicach 3,66–3,84 PLN.

## Rynek pracy

Według Głównego Urzędu Statystycznego stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu br. wyniosła 10%. Od 2013 roku odsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego podlega widocznej i silnej tendencji spadkowej. W ubiegłym roku w sierpniu wskaźnik ten był równy

11,7%, a dwa lata temu 13%. Najnowsza projekcja Narodowego Banku Polskiego z lipca br. zakłada, iż stopa bezrobocia BAEL jeszcze w 2015 r. spadnie do 7,8%, a w 2016 r. do 7,3%. Jako powód tak optymistycznych prognoz, podano systematyczny wzrost liczby pracujących oraz obniżającą się liczbę osób aktywnych zawodowo i migracje ludności.

Dużym optymizmem napawają dane, które napływają z rynku pracy w ostatnich kwartałach. Liczba osób zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw, w przeciągu ostatnich dwóch lat (sierpień 2015 r. w stosunku do sierpnia 2013 r.), wzrosła aż o 94 tysiące, a liczba zarejestrowanych bezrobotnych w tym samym okresie zmalała o prawie 520 tys. Co więcej, badanie BAEL wykazało, iż w II kwartale br. bezrobocie wyniosło zaledwie 7,4%. Jest to wyraźna poprawa na rynku pracy, w porównaniu do II kwartału 2013 roku, kiedy to bezrobocie BAEL wyniosło 10,4%.

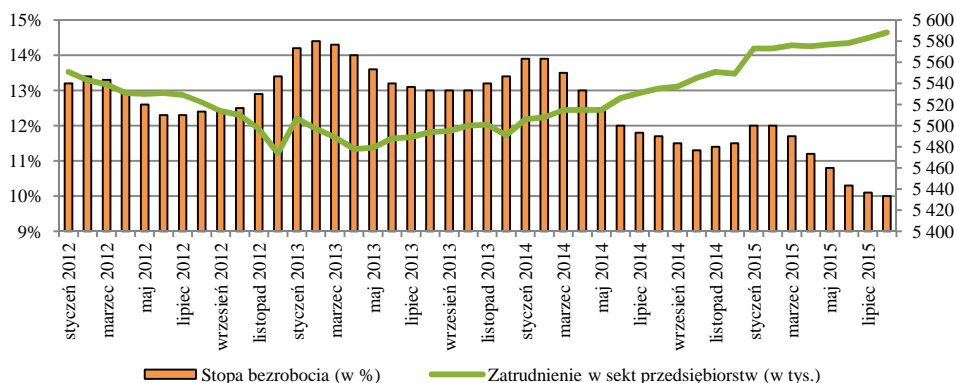
O coraz lepszej sytuacji na rynku pracy świadczą również przeciętne miesięczne, realne wynagrodzenia brutto oraz liczba nowych miejsc pracy. Z powodu utrzymującej się deflacji, w lipcu oraz sierpniu dynamika realnego wynagrodzenia wzro-

sła o 4,1% rdr. W dłuższej perspektywie powinno to być czynnikiem motywującym bezrobotnych do podjęcia pracy. Szczególnie, że liczba wolnych miejsc pracy zwiększyła się w przeciągu ostatnich dwóch lat aż o 68,7%. Obecnie ilość wolnych miejsc w podmiotach zatrudniających co najmniej 1 osobę wynosi 74,8 tys.

W przypadku utrzymania się obecnego trendu w zatrudnieniu, migracji i spadku liczby osób aktywnych zawodowo w 2016 roku bardzo możliwy będzie scenariusz spadku bezrobocia rejestrowanego nawet do 9%. Jak na razie w 2015 roku w ciągu najbliższych tygodni najprawdopodobniej będziemy mogli zaobserwować stopę bezrobocia rejestrowanego poniżej 10%.

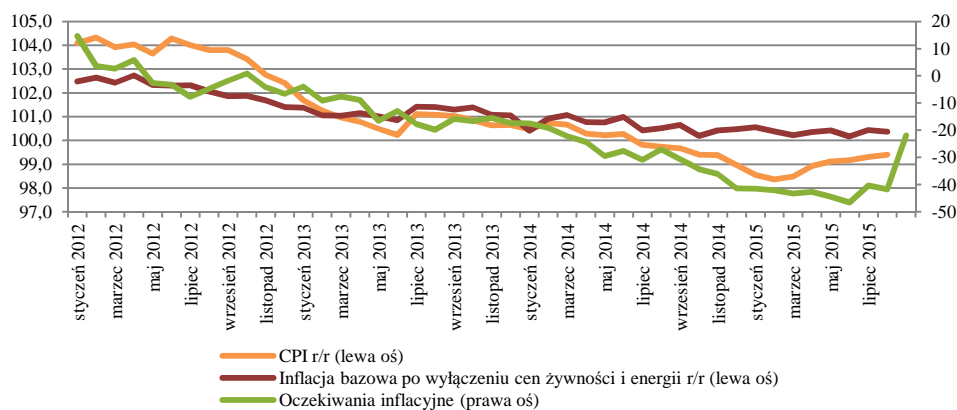
## Ceny

Deflacja w Polsce trwa już nieprzerwanie od lipca 2014 roku. Ostatni odczyt indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu wyniósł -0,6% rdr i -0,6% m/m. Od początku br. obserwuje się wyraźny trend wzrostowy w przypadku dynamiki inflacji rdr. Występujące zjawisko deflacji w dalszym ciągu spowodowane jest m.in. drastycznymi obniżkami



Wykres 3. Bezrobocie rejestrowane i zatrudnieni w sektorze przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne, dane GUS.



Wykres 4. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii oraz oczekiwania inflacyjne

Źródło: opracowanie własne, dane NBP.

światowymi cen ropy naftowej z ubiegłego roku, które przełożyły się na znacznie niższe ceny żywności i transportu. Ceny towarów i usług liczone bez cen żywności i energii nadal rosną, chociaż wzrost ten w ostatnich miesiącach stracił na dynamice – 0,4% w lipcu i sierpniu br.

Kolejny kwartał z rzędu ceny transportu spadały najszybciej. W lipcu o 7% rdr, natomiast w sierpniu aż o 8,3% rdr. Ceny odzieży i obuwnia również podlegają niestannemu spadkowi. Od początku 2015 roku spadki cen oscylują w okolicach 5% rdr. Pozytywnym sygnałem są obniżki cen żywności i napojów bezalkoholowych. W lipcu br. ich ceny spadły rdr jedynie o 0,7%. Jest to z pewnością wyraźna poprawa w porównaniu z początkiem roku, kiedy spadki cen rdr sięgały wartości rzędu 3–4% rdr.

Za dobrą wiadomość można również uznać wzrost oczekiwań inflacyjnych w ostatnim miesiącu. Narodowy Bank Polski podał wstępne szacunki za wrzesień br. Różnica między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostów ceny, a odsetkiem respondentów, którzy ocze-

kują, że ceny będą rosły wolniej niż obecnie, pozostaną bez zmian lub będą spadały, wyniosła –22 (w sierpniu –42). Ten gwałtowny wzrost wskaźnika oczekiwań inflacyjnych niewątpliwie zwiastuje przyszły wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Tendencja wzrostu dynamiki inflacji wydaje się być stabilna, zaś większość analityków oczekuje wzrostu cen już na przełomie 2015 i 2016 r. Obecnie analitycy zastanawiają się, czy wzrost cen obserwowany będzie już w IV kwartale br., czy dopiero na początku 2016 roku. Dynamika wzrostu cen w 2016 roku po raz kolejny będzie w dużej mierze zależała od światowych cen ropy naftowej. Jeżeli ceny ropy utrzymają się na obecnym poziomie (40–60\$ za baryłkę) inflacja powinna powoli zbliżać się do celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach. W przeciwnym razie, w sytuacji powrotu cen ropy naftowej do wartości sprzed 2 lat, można by było spodziewać się nagłego skoku cen rdr, zwłaszcza cen transportu i żywności. Obecnie z uwagi na sytuację geopolityczną na świecie powrót ten nie wydaje się być jednak prawdopodobny.



Tabela 1. Zestawienie prognoz

	Prognozy PKB					
	NBP	OECD	Bank Światowy	Komisja Europejska	MFW	średnia
2015	3,6%	3,5%	3,6%	3,3%	3,5%	3,5%
2016	3,4%	3,7%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%
2017	3,6%	–	3,6%	–	3,6%	3,6%

Źródło: opracowanie własne, dane ze stron internetowych poszczególnych instytucji.

## Ocena i prognozy

Gospodarka od końca 2013 roku rozwija się stabilnie w tempie 3–4% rdr. Wszystko wskazuje na to, iż do końca 2015 r. dynamika produktu krajowego brutto w dalszym ciągu będzie wynosić ponad 3% i nie będzie ulegać dużym wahaniom. Średnia z prognoz najważniejszych instytucji oscyluje w okolicy 3,5% za 2015 rok, co tym bardziej potwierdza przypuszczenia o tegorocznym tempie wzrostu gospodarczego. Bardzo zbliżone wartości prognoz dotyczą również 2016 i 2017 roku, jednakże z uwagi na fakt przygotowywania przez wiele instytucji prognoz raz na pół roku (m.in. OECD, KE i MFW), jeszcze przed końcem roku można spodziewać się zrewidowania ich odnośnie polskiego PKB.

W dalszym ciągu polska gospodarka boryka się z problemem deflacji. Obecnie sprawdzają się przewidywania niektórych analityków sprzed roku o tym, iż deflacja potrwa aż do 2016 roku. Co prawda dynamika inflacji rdr ulega ciągłemu wzrostowi, jednakże bardzo powolnemu. W dalszym ciągu jest to pośredni skutek gwałtownych spadków cen ropy naftowej (z około 100\$ za baryłkę rok temu, aż do 45\$ obecnie). W 2016 r. ceny powinny już zacząć rosnąć. Co więcej, niższe ceny w 2015 r. z pewnością znajdą odzwierciedlenie w przyszłym roku w tempie

inflacji rdr. Potwierdzają to prognozy m.in. KE i NBP (odpowiednio za 2016 rok: 1,6% i 1,5%).

Z pewnością sporym optymizmem napa- wa obecna sytuacja na rynku pracy. Z każdym miesiącem napływają coraz lepsze dane z Głównego Urzędu Statystycznego. Ma to niewątpliwie związek m.in. z lepszymi nastrojami producentów, którzy zatrudniają coraz więcej pracowników, zmianami demograficznymi oraz ruchami imigracyjnymi. Optymistyczne prognozy wydają się być słuszne. Na dzień dzisiejszy nic nie zwiastuje istotnych zmian w obecnym trendzie na rynku pracy.

Koniec roku 2015 zapowiada się stabilnie. Wzrost gospodarczy, inflacja i stopa bezrobocia wydają się być w najbliższych miesiącach przewidywalne i większość instytucji i analityków nie przewiduje nagłych zmian tych wskaźników. Sytuacja gospodarcza może się skomplikować dopiero w 2016 r., szczególnie w kontekście możliwego kryzysu w Chinach, Grecji, na Bliskim Wschodzie, czy też wprowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. W odniesieniu do możliwych wydarzeń geopolitycznych na świecie w 2016 i 2017 roku, na dzień dzisiejszy prognozy na te lata wydają się być mało realne i zbyt zbliżone do prognoz na 2015 rok.

### Źródła:

<http://ec.europa.eu>  
<http://stat.gov.pl/>  
<http://www.nbp.pl/>

<http://www.worldbank.org/>  
<http://www.oecd.org/>  
<http://stooq.pl/>

<http://www.reuters.com/>  
<http://www.fitchpolka.com.pl/>  
<http://www.imf.org/>



## Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych

### Artur Zimny

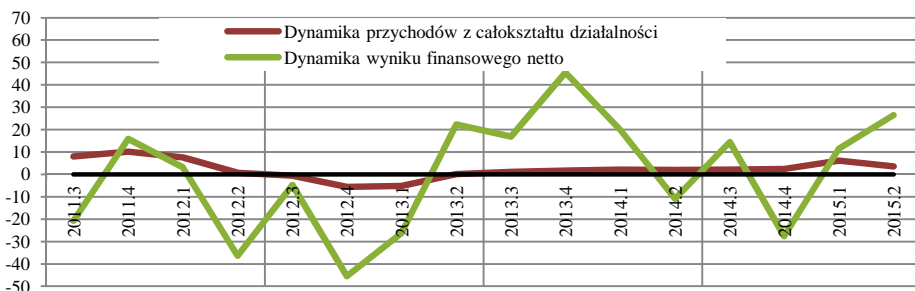
Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w 1. i 2. kwartale 2015 roku była generalnie dobra. Przychody z całokształtu działalności odnotowały wzrosty w stosunku do analogicznych kwartałów roku poprzedniego, przy czym wzrosty nominalne nie oddają w pełni tej dynamiki ze względu na trwającą już od roku deflację. Po urealnieniu danych wzrosty przychodów w 1. i 2. kwartale 2015 roku (w stosunku do analogicznych okresów roku poprzedniego) wynoszą odpowiednio 6,2% i 3,5%, czyli relatywnie dużo. Wzrósł również wynik finansowy; jego przyrosty wyniosły (również realnie) odpowiednio 11,4% oraz 26,4%, co także stanowi wartości bardzo satysfakcjonujące. Poprawa wyniku finansowego pociąga za sobą poprawę zyskowości; wskaźnik rentowności obrotu netto wzrósł do 4,5%, czyli do poziomu, jaki ostatnio przyjął 3,5 roku wcześniej. Dobrą koniunkturę potwierdzają też wstępne wskaźniki dotyczące PKB – w 1. i 2. kwartale 2015 roku jego wzrosty w stosunku do analogicznych okresów rok

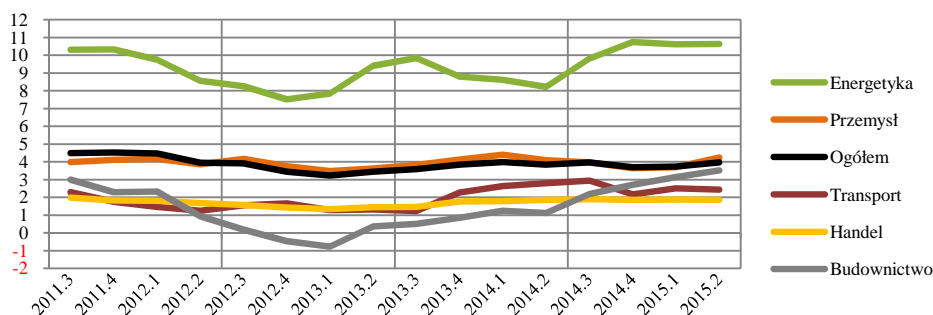
wcześniej (realnie i po wyrównaniu sezonowym) wyniosły odpowiednio 3,4% oraz 3,6%.

W 2. kwartale 2015 roku w porównaniu z kwartałem poprzednim odnotowano szybszy przyrost krótkoterminowych zobowiązań (o 5,9%) niż należności (o 3,3%) i inwestycji (o 1,3%). W efekcie wskaźniki płynności po trwających ok. 1,5 roku wzrostach uległy obniżeniu. Nie jest to jednak zjawisko niepokojące, bowiem ciągle utrzymują się one na relatywnie wysokim poziomie (zdecydowanie wyższym niż w latach 2012–2013). Płynność II stopnia (podwyższona) dla wszystkich przedsiębiorstw niefinansowych ukształtowała się w 2. kwartale 2015 roku na poziomie 101,1%, a płynność I stopnia (w przybliżeniu odpowiadająca gotówkowej) wyniosła 36,2%.

W porównaniu branżowym energetyka, tradycyjnie dystansująca inne branże pod względem wyników, w trzecim z rzędu kwartale notuje rentowność obrotu netto na poziomie powyżej 10%. Wrażenie robi też dynamika nakładów inwestycyjnych tej branży – w 1. kwartale 2015 roku wzrosły one w stosunku do 1. kwartału rok wcześniej aż o 76%. Jedynie wskaźniki płynności tej branży uległy dość



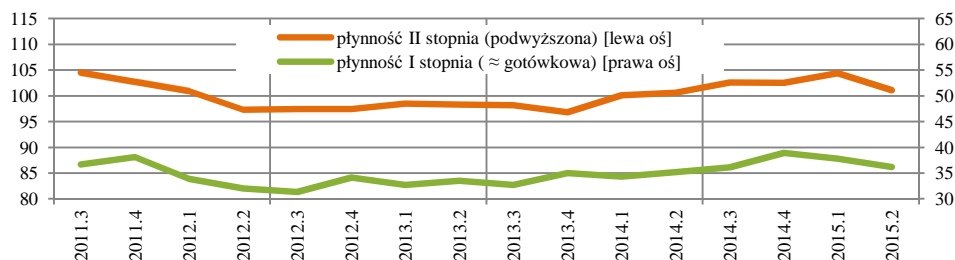
Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100], urealniona o wskaźnik CPI



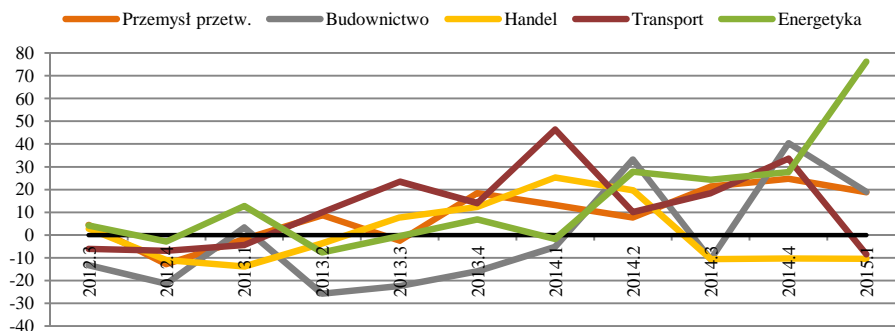
Wykres 2. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %]

istotnemu obniżeniu, co zapewne było skutkiem zaangażowania znacznych środków w projekty inwestycyjne. Pod względem płynności branża energetyczna (zwykle najlepsza) ustąpiła miejsca transportowej, dla której wskaźniki te odnotowały znaczący przyrost. Nie widać jednak w tej branży poprawy w zakresie rentowności (od prawie dwóch lat oscyluje ona w przedziale 2–3%), a tym bardziej w zakresie inwestycji, których dynamika w 1. kwartale 2015 roku (rok do roku) okazała się ujemna. Poprawę wyników kontynuuje z kolei budownictwo: rentowność tej branży rośnie już od ponad 2 lat (wskaźnik na poziomie 3,5% w 2. kwartale 2015 roku), a płynność pozostaje dość stabilna i zbliżona do średniej dla wszystkich przedsiębiorstw niefinansowych. Relatywnie wysoka jest też dynamika inwestycji w budownictwie (40,4% w 4. kw. 2014 roku oraz 19% w 1 kw. 2015 roku, rok do roku). Prze-

mysł przetwórczy, mający największy udział w całym wolumenie przychodów przedsiębiorstw niefinansowych, również notuje relatywnie wysoką dynamikę inwestycji w ostatnich 3 kwartałach (w przedziale 19–25%, rok do roku), ale rentowność obrotu netto podlega tylko niewielkim wahaniom, od 6 lat mieszcząc się w wąskim zakresie 3,5–4,7%. Płynność tej branży również pozostaje stabilna (II stopnia: 101,8%, I stopnia: 30,2%). Ostatnia z głównych branż, tj. handlowa, charakteryzuje się tradycyjnie niskim wskaźnikiem rentowności obrotu netto; choć jest on nieco wyższy, niż w latach 2012–2013, to już w piątym z rzędu kwartale nie może przekroczyć poziomu 2,0%. Branża notuje też ujemną dynamikę (czyli spadek wartości) inwestycji w 3. i 4. kwartale roku 2014 oraz w 1. kwartale 2015 r.; w każdym z tych okresów nakłady inwestycyjne w handlu były o ponad 10% niższe, niż w analogicznych okresach rok wcześniej.



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [przyrost w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]

## Koniunktura giełdowa

### Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

W ostatnich 12 miesiącach na WIG-u dwukrotnie nastąpiła zmiana trendu; na początku roku 2015 trend spadkowy przeszedł we wzrostowy, a w maju ponownie rozpoczęły się spadki. O ile jednak wzrosty z okresu styczeń–maj były dynamiczne i dość jednoznaczne, o tyle obecny kanał trendu spadkowego jest dość szeroki i nieregularny, obfitujący w naprzemienne skoki kursu w dół i w górę o dość dużym zasięgu. Można tu się domyślać znacznej niepewności inwestorów w związku z licznymi, trudnymi do przewidzenia okolicznościami na styku gospodarki i polityki (zbliżające się wybory parlamentarne, konflikt na Ukrainie i na Bliskim Wschodzie, narastający problem uchodźców). Według analizy technicznej najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje jednak kontynuacja spadków. O ile więc dobre wyniki przedsiębiorstw, wykazane w 1. półroczu 2015 roku, pozwalają na optymistyczne prognozy, o tyle giełda, uważana za barometr gospodarki, daje sygnały niepokojące.

Mimo trwającego kilka miesięcy wzrostu kursów indeks WIG daje na dzień 18.09.2015 ujemne stopy zwrotu, zarówno w horyzoncie rocznym, jak i w krótszych; stopy zwrotu wynoszą: –6,6% za ostatni rok, –3,9% za ostatnie półrocze i tyleż za ostatni kwartał oraz –1,2% za ostatni miesiąc.

WIG jest indeksem zbiorczym, czyli uśredniającym stopy zwrotu dla różnych branż, a w analizowanym okresie występowały między nimi ogromne rozbieżności pod względem zachowania się kursów, a co za tym idzie – także rentowności. Branże: spożywcza, budowlana i chemiczna notowały wzrosty przez prawie cały ostatni rok (oprócz ostatniego miesiąca), dzięki czemu dały inwestorom satysfakcjonujące zwroty w ciągu ostatniego kwartału (odpowiednio 11,1%, 10,1% oraz 9,3%), z tym bardziej w ciągu ostatniego roku (38,3%, 37%, 23,6%). W skali ostatniego roku największy zwrot dała branża paliwowa: 52,4%. Z kolei branżami, w których kursy najszybciej spadały, były: surowce, energetyka i telekomunikacja – stopy zwrotu za ostatni kwartał wyniosły dla nich odpowiednio –17%, –16,7% oraz –11,2%; zaskakujące są tak słabe notowania firm energetycznych, jeśli zestawić je z bardzo dobrymi wynikami fundamentalnymi, a zwłaszcza

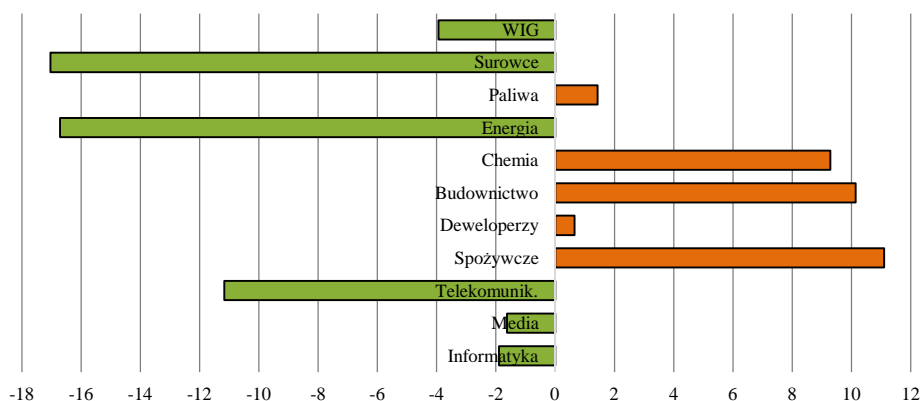
z imponującą dynamiką inwestycji tej branży (wzrost o 76% rok do roku). W ostatnim miesiącu branżami wyróżniającymi się szybszym od innych wzrostem są surowce i media (stopy zwrotu za ostatni miesiąc: 4,8% oraz 0,7%), najmniejszej traci zaś branża paliwowa (–8,5%).

Warte odnotowania są zmiany dotyczące indeksu WIG-Ukraine, grupującego kursy

firm ukraińskich notowanych na naszym giełdzie. Po długotrwałych obniżkach tego indeksu, trwających do listopada/grudnia 2014 r., trend spadkowy został wyhamowany, a rozpoczął się jego powolny, lecz wyraźny wzrost. Od tego czasu indeks zyskał już ponad 45%. Można to uznać za przejaw wzrastającego optymizmu inwestorów w zakresie oceny sytuacji, w jakiej znajduje się nasz sąsiad.



Wykres 1. WIG w okresie 18.09.2014–18.09.2015 [dane za: Stooq.pl]



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksu WIG i indeksów branżowych w okresie 18.06.2015–18.09.2015 [w %; dane za: Stooq.pl]

## Krajowa Polityka Miejska a finansowanie rewitalizacji obszarów zdegradowanych

**Magdalena Ślebocka\*, Aneta Tylman\*\***

\* Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

\*\* Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

Krajowa Polityka Miejska (KPM) to dokument, którego podstawowym założeniem jest regulacja życia i funkcjonowania miast. Pierwsza wersja KPM została opracowana w kwietniu 2014 r. Aktualnie (sierpień–wrzesień 2015 r.) trafił do konsultacji społecznych „udoskonalony” projekt tego dokumentu. Zgodnie z ustawą z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju Krajowa Polityka Miejska (KPM) jest dokumentem określającym planowane działania administracji rządowej dotyczące polityki miejskiej, uwzględniającym cele i kierunki określone w średniookresowej strategii rozwoju kraju oraz krajowej strategii rozwoju regionalnego (art. 21b). Służy ona celowemu, ukierunkowanemu terytorialnie działaniu państwa na rzecz zrównoważonego rozwoju miast i ich obszarów funkcjonalnych oraz wykorzystaniu ich potencjałów w procesach rozwoju kraju.

Jak wskazuje się w dokumencie, podstawą powodzenia działań objętych KPM jest (...) diagnoza stanu polskich miast. Lista zaniedbań jest długa. Najważniejsze z nich to m.in. niska pozycja konkurencyjna w skali UE, niewykorzystanie potencjałów, niewystarczające powiązania funkcjonalne pomiędzy miastami, utrata dotychczasowych funkcji społeczno-

-gospodarczych niektórych obszarów miejskich, depopulacja, chaos przestrzenny, niski poziom kapitału społecznego, żywiołowa suburbanizacja, niekorzystna struktura demograficzna i lekceważenie kwestii ekologicznych.

Rewitalizacja obszarów zdegradowanych, jak również zagadnienia związane z jej finansowaniem stanowią jeden z dziesięciu najistotniejszych tematów objętych omawianym dokumentem, obok w szczególności: kształtowania przestrzeni, partycypacji społecznej, transportu, niskoemisyjności i efektywności energetycznej, polityki inwestycyjnej, rozwoju gospodarczego, ochrony środowiska, demografii oraz zarządzania obszarami miejskimi.

Objęcie aktualną wersją KPM zagadnień związanych z finansowaniem rewitalizacji jest swego rodzaju nowością i ma o tyle szczególne znaczenie, że jak wskazano w założeniach do projektu ustawy o rewitalizacji z lutego 2015 r. „projektowana ustawa nie będzie zawierać rozwiązań wprost zapewniających źródła finansowania procesów rewitalizacji. Ma ona charakter zbioru narzędzi służących do prowadzenia efektywnych, optymalnych procesów rewitalizacji, a jej celem jest stworzenie ram prawnych do prowadzenia tych procesów, które zachęcać będą różne podmioty (publiczne i niepubliczne) do koncentracji środków na obszarach zdegradowanych i współpracy dla zwiększenia ich dzwigni finansowej”. Sama ustawa o rewitalizacji, przyjęta przez Sejm RP w lipcu 2015 r., zagadnień związanych z finansowaniem rewitalizacji ostatecznie nie poruszyła.

Jak wskazuje się w obecnej wersji KPM, określenie źródeł finansowania przedsięwzięć rewitalizacyjnych jest jednym z trzech procesów, w oparciu o które powinno być prowadzone planowanie i programowanie rewitalizacji. Pozostałe dwa to określenie wizji i koncepcji wyrowadzenia obszaru ze stanu kryzysowego oraz szczegółowa analiza i wybór działań rewitalizacyjnych oraz określenie sposobów i warunków ich realizacji. W zakresie wskazania na źródła finansowania rewitalizacji KPM podkreśliła zasadniczą rolę środków unijnych do 2020 r., tj. do zakończenia ostatniego okresu programowania finansowania z Unii Europejskiej. Niemniej jednak w dokumencie znalazł się ważny zapis wskazujący, iż pierwszym źródłem finansowania interwencji rewitalizacyjnych służących interesowi publicznemu powinien być budżet miasta. W tym kontekście podkreślono również, że projekty obejmujące cele publiczne powinny posiadać zabezpieczenie wkładu finansowego w wieloletniej prognozie finansowej i uwzględniać rezerwy dla nieprzewidzianych wydatków przy modernizacji zdekapitalizowanej zabudowy. Co więcej wskazano na zwiększającą się rolę finansowania krajowego w miarę wyczerpywania się możliwości korzystania ze środków unijnych, w tym na rolę środków pochodzących z zastosowania tzw. montażu finansowego (środki publiczne i prywatne, środki z różnych źródeł finansowania). W tym zakresie podkreślono, że „w przedsięwzięciach rewitalizacyjnych mogą mieć zastosowanie instrumenty dłużne (np. kredyty, pożyczki, obligacje miejskie), poręczenia i gwarancje. Istotnym elementem, który należy także uwzględnić w strukturze finansowania rewitalizacji są środki na działania społeczne, którymi dysponują urzędy pracy, ośrodki pomocy społecznej, centra

oraz instytucje wsparcia rodziny i systemu pieczy zastępczej i in. Podobnie należy postrzegać instytucje rządowe i samorządowe oraz ich oddziały, dysponujące instrumentami i środkami mogącymi stanowić ważny komponent w finansowaniu rewitalizacji (np. Fundusz Termomodernizacji i Remontów, Fundusz Doplát, program Mieszkanie dla Młodych, program społecznego budownictwa mieszkań na wynajem o umiarkowanym czynszu, rządowy program wsparcia budownictwa socjalnego, programy typu: LEMUR, KAWKA, BOCIAN, SOWA, środki wspierające przedsiębiorczość, Program „Świetlica–Dzieci–Praca”, projekty pilotażowe „Aktywny samorząd” itd.)”. Co więcej, wskazano, że fundusze krajowe powinny być koordynowane ze sobą i powinny preferować projekty będące elementem działań kompleksowych.

W porównaniu do poprzedniej wersji KPM, zapisy aktualnej, w aspekcie poruszającym zagadnienia finansowania rewitalizacji, uznać należy za satysfakcjonujące. Niemniej jednak z uwagi na istotność, ale także na złożoność problemu obejmującego nie tylko określenie źródeł finansowania procesów rewitalizacyjnych, których wagę podkreślają zasady wpisujące się w problematykę zrównoważonego rozwoju, ale także unormowanie procedur obejmujących sposoby pozyskiwania środków finansowych na realizację tych procesów należy jeszcze podkreślić potrzebę wypracowania płaszczyzny scalającej dokumenty strategiczne i dokumenty odnoszące się gospodarki finansowej JST. Jest to o tyle ważne, że lata 2014–2020 to ostatni, tak hojny, okres wspomagania finansowego procesów rewitalizacyjnych środkami pochodzącymi z funduszy unijnych. Zaś brak wypracowanych rozwiązań mających na celu zastąpienie tego źródła finansowego

innym, chociażby pochodzących od prywatnych inwestorów, spowodować może spowolnienie procesów rewitalizacyjnych zdegradowanych obszarów miejskich. Obecnie brak powiązań pomiędzy dokumentami i opracowywanymi planami z zakresu planowania finansowego, budżetowania (WPF), jak i strategii określającej kierunek rozwoju danej jednostki samorządu terytorialnego jest niezaprzeczalny. Zatem potrzeba wypracowania optymalnych powiązań pomiędzy WPF a strategiami rozwoju gminy, powiatu lub województwa wynika z oczywistej przesłanki – programy, projekty i zadania rewitalizacyjne jednostek samorządu terytorialnego, będące narzędziem realizacji przyjętych przez organy stanowiące jednostki samorządu terytorialnego celów strategii rozwoju jednostki samorządu terytorialnego, powinny mieć określone źródła finansowania oraz przeprowadzoną diagnozę sytuacji finansowej. Powią-

zanie takie zmniejszy ryzyko związane z możliwością zaprzestania finansowania danych przedsięwzięć inwestycyjnych związane z kadencyjnością władz samorządowych. Dzięki nakreśleniu problemu w dokumencie jakim jest Krajowa Polityka Miejska rozpoczęta zostanie debata nad koniecznością zagwarantowania środków finansowych przeznaczonych na procesy rewitalizacyjne, w szczególności po 2020 roku.

Podsumowując, potrzeba uchwalenia dokumentu jakim jest Krajowa Polityka Miejska jest niekwestionowana w kontekście przede wszystkim właściwego i terminowego wykorzystywania i rozliczenia wykorzystywania środków europejskich, jak również ubiegania się w przyszłości o inne środki. Aktualną wersję KPM uznać należy za wychodzącą naprzeciw oczekiwaniom środowiska finansowego.